

SINOPSIS INTERNACIONAL



BNDES

*El banco de
desarrollo de Brasil*

http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Tipo/Sinopse_Internacional/

Nº 14 – Octubre de 2010

PUBLICACIÓN SEMESTRAL

*Equipo: Ana Claudia Alem, Fabrício Catermol, Rodrigo Madeira, Simone Saisse y Renan Brandão
Apoyo: Felipe Reina y Letícia Pereira*

ÍNDICE

Panorama mundial	1
La economía brasileña en el escenario internacional	9
Evolución de las inversiones externas directas en el mundo	14
Estimaciones de la UNCTAD muestran recuperación gradual de las inversiones	14
En Brasil, crecimiento de la IED en 2010 ya es de casi un 8%	17
Box 2.1: Brasil podrá ser el tercer principal destino de las IED en los próximos años	18
Comercio exterior brasileño.....	19
Exportaciones brasileñas en franca expansión tras la crisis internacional.....	19
Ventas externas de productos con mayor sofisticación industrial se destacan	20
China fue el principal destino de las exportaciones brasileñas en el año.....	24
Box 3.1: Exportaciones de servicios de ingeniería se destacan en el total	25
Materia especial: Estimaciones de la subvaluación de la moneda china e impactos sobre la economía de los Estados Unidos	26
Introducción.....	26
Medidas de la subvaluación de la moneda china.....	29
Impactos de una alteración en la balanza comercial EE.UU. – China.....	31
Conclusión.....	33

1) PANORAMA MUNDIAL

La recuperación de lo que se configuró como la peor crisis económica y financiera mundial desde los años 1930 aún presenta trayectoria errática, llevando a creer que una salida prematura de las políticas de estímulo a la demanda agregada podría estancar la lenta ascensión o incluso sumergir a la economía mundial en una nueva ola recesiva. La continuidad de los estímulos en las economías en dificultades aún es esperada como forma de impedir una espiral deflacionaria y el deterioro de las expectativas de los agentes privados.

De acuerdo con *el World Economic Outlook (WEO)* del Fondo Monetario Internacional (FMI), en el primer semestre de 2010, la economía mundial experimentó crecimiento a una tasa anualizada de un 5,3% en comparación con igual período del año anterior.

Sinopsis Internacional es de entera responsabilidad de sus autores y no refleja la posición oficial del BNDES.

Cierre de la edición: 15/10/2010

E-mail: sinopseinternacional@bndes.gov.br

Tel: 55 – 21 – 2172-7369

Para recibir Sinopsis Internacional directamente en su e-mail, contacte con nosotros.

La producción industrial creció a una tasa de un 15% y el comercio mundial, de un 40% en este período. El conjunto de las economías avanzadas presentó crecimiento muy inferior al mundial en igual período, con expansión de un 3,5%. Las economías emergentes siguen desempeñando el papel de pujar el crecimiento económico mundial, habiendo crecido en el primer semestre a una tasa de un 8%. Sin embargo, incluso dentro de ese conjunto, los estándares de crecimiento fueron muy heterogéneos.

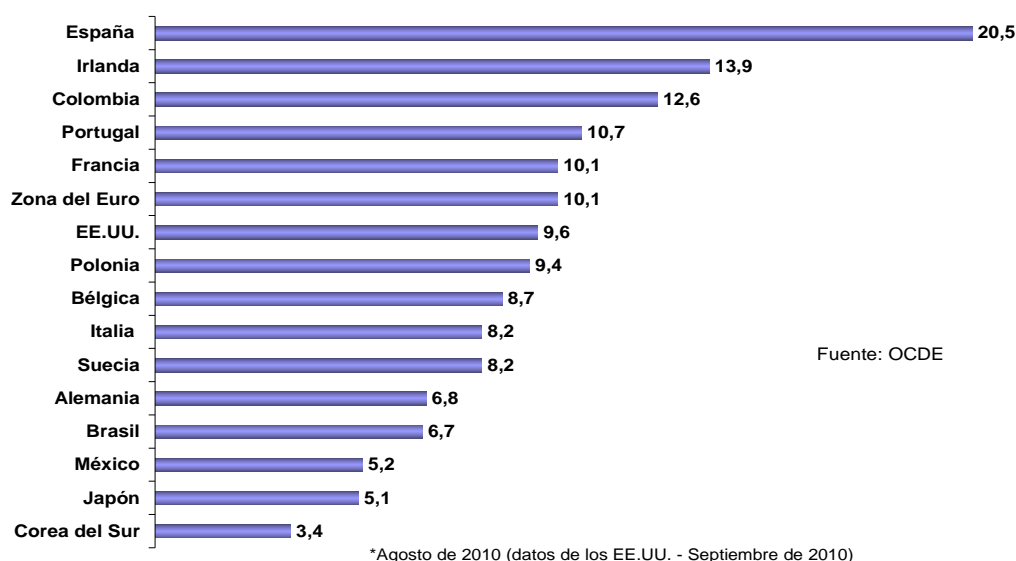
En comparación con las proyecciones anteriores, la edición de octubre del WEO no reveló alteraciones significativas en las proyecciones para las tasas de crecimiento del bienio 2010-11 (Tabla 1.1), pero ve mayores riesgos para el período, que pueden alterar negativamente las proyecciones futuras. Incertidumbres en los mercados financieros, expectativas de menor ritmo en la reconstitución de stocks y reducción de las políticas fiscales son otros factores adversos a la recuperación.

Tabla 1.1 - Tasa de crecimiento del PIB real (%)

	Proyecciones IMF		Proyecciones IIF	
	2010	2011	2010	2011
Mundo	4,8	4,2		
Economías Avanzadas	2,7	2,2		
EE.UU.	2,6	2,3	2,8	2,3
Zona del Euro	1,7	1,5	1,7	1,4
Alemania	3,3	2,0	-	-
Francia	1,6	1,6	-	-
Reino Unido	1,7	2,0	-	-
Japón	2,8	1,5	3,0	1,0
Economías en Desarrollo	7,1	6,4		
México	5,0	3,9	4,4	3,5
Brasil	7,5	4,1	7,7	4,8
China	10,5	9,6	10,0	9,5
India	9,7	8,4	8,5	8,3
Rusia	4,0	4,3	3,5	3,6

Fuente: FMI y IIF

Incluso con la mayoría de los países saliendo de la recesión entre el segundo y el cuarto trimestre de 2009, el desempleo aún no ha cedido sustantivamente en muchos de estos países (Gráfico 1.1). Esta se viene considerando como la principal cuestión a ser enfrentada por los gobiernos, visto que, para más allá de los conflictos sociales asociados al desempleo, la sustentación de elevados niveles de demanda mundial presupone una solución para tal problema.

Gráfico 1.1 - Tasa de Desempleo (%)

El proceso de recuperación global aún es visto como frágil, porque algunos desequilibrios aún no fueron reorientados. Entre estos desequilibrios, se destacan dos como fundamentales para que la economía mundial reencuentre una trayectoria de crecimiento sostenida: un desequilibrio interno y otro externo.

El desequilibrio interno consiste en la incapacidad de los gobiernos nacionales de asegurar por medios propios el mantenimiento de los niveles de demanda interna de forma perenne y sostenible. La solución deberá permear una sustitución gradual de la demanda pública por la privada, de forma que permita una consolidación fiscal de los gobiernos nacionales, la reducción de los déficits públicos y el aplazamiento de sus deudas.

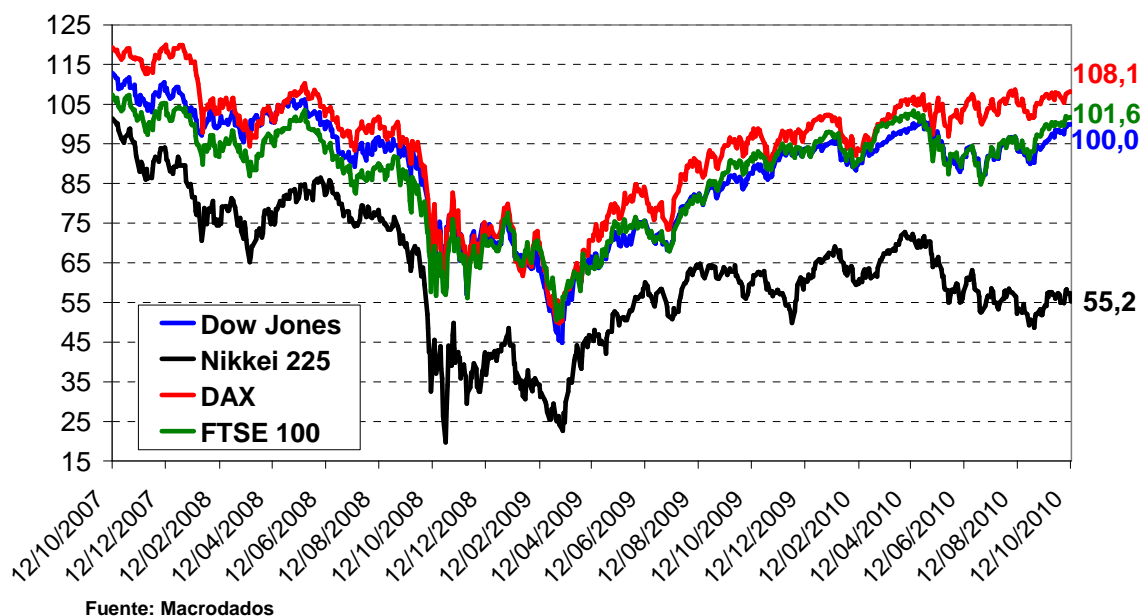
Si hubo consenso en el momento del estopín de la crisis en cuanto a la necesidad de intervención de los gobiernos en la economía por el lado de la demanda y a la urgencia de políticas anticíclicas de magnitudes jamás vistas, no parece haber consenso o una receta para las autoridades políticas en lo que respecta a la reducción de esta participación gubernamental o el ritmo de transición propuesto por estas autoridades. El momento oportuno para la reducción de la intervención fiscal es el tema que viene calentando los principales debates de política económica en el mundo.

Las economías emergentes, en su mayoría, ya están en etapa avanzada del proceso de salida de los paquetes de estímulo fiscal lanzados con ocasión de la crisis económica. Esta salida fue permitida por la reanudación de la inversión privada, que presenta tasas de crecimiento más elevadas que las del propio

consumo privado. Sin embargo, la actividad económica de los países en que el sector privado aún no retomó su dinamismo podría ser profundamente comprometida sin la continuidad de las políticas fiscales y monetarias expansionistas y del refuerzo de las medidas de estímulo adoptadas. Paradojalmente, el mantenimiento de esas políticas encuentra restricciones en el propio grado de desequilibrio interno de cada país.

Los mercados financieros mundiales (Gráfico 1.2) sufrieron nueva turbulencia durante el segundo trimestre del año, a partir de la desestabilización de los mercados de deuda soberana europea. Se verificó gran volatilidad en las bolsas y menor apetito por el riesgo cuando se percibió que la probabilidad de *default* de la deuda de economías en mayor dificultad podría contaminar nuevamente el sistema bancario europeo.

Gráfico 1.2 - Bolsas Mundiales - (Base: 03/01/2007 = 100)



Hay señales de normalización de estos mercados y una mayor tranquilidad en las bolsas mundiales también ya se puede percibir. Los resultados de las pruebas de estrés conducidas por el Comité de Supervisión de Bancos Europeos fueron capaces de reducir las primas de riesgo de los títulos de estos bancos y proporcionaron un retorno a los niveles de depósitos bancarios anteriores a la turbulencia.

El *Trade and Development Report* (TDR) de la Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (Unctad) reafirma que la opción por políticas fiscales más austeras en nombre de la ganancia de confianza de los inversionistas que financian las deudas soberanas europeas puede representar un riesgo mayor a las cuentas públicas de estos países que la propia continuidad de

los estímulos fiscales. Políticas fiscales austeras pueden hacer que la economía del bloque europeo ingrese en una trayectoria de doble buceo, con consecuente estrechamiento de la base de recaudación tributaria y déficits públicos más considerables.

Independiente del grado de desequilibrio interno experimentado y de la etapa en el proceso de salida de los paquetes fiscales, un consenso para las autoridades de política económica es la necesidad de avanzar en la actividad regulatoria de los mercados financieros, especialmente en las economías avanzadas.

El *Global Financial Stability Report* (GFSR) del Fondo Monetario Internacional (FMI) afirma que los problemas evidenciados por la crisis fueron abordados de forma insuficiente, dejando todo el sistema vulnerable. El informe considera los progresos de los bancos estadounidenses en el reconocimiento de las pérdidas incurridas y en la reconstitución de sus capitales, pero aún ve riesgos no se pueden negligenciar en la exposición de la economía real, principalmente cuando se analizan las instituciones financieras de pequeño y mediano porte, principales proveedores de crédito a las pequeñas y medianas empresas que, a su vez, son las mayores empleadoras. El informe afirma que los bancos europeos enfrentan fragilidades de *funding* y rentabilidad, además de la ya mencionada exposición a los riesgos soberanos y a los préstamos a las empresas.

Los países que sufrieron mayores daños al sistema financiero, como Irlanda, Reino Unido y España, avanzaron en las medidas regulatorias, pero aún hay espacio para medidas que busquen el saneamiento de los balances de los bancos. Hasta que se alcance una mayor seguridad en los mercados financieros, el sector público permanecerá fuertemente implicado en la intermediación financiera, ejecutando un papel más amplio que el usualmente observado.

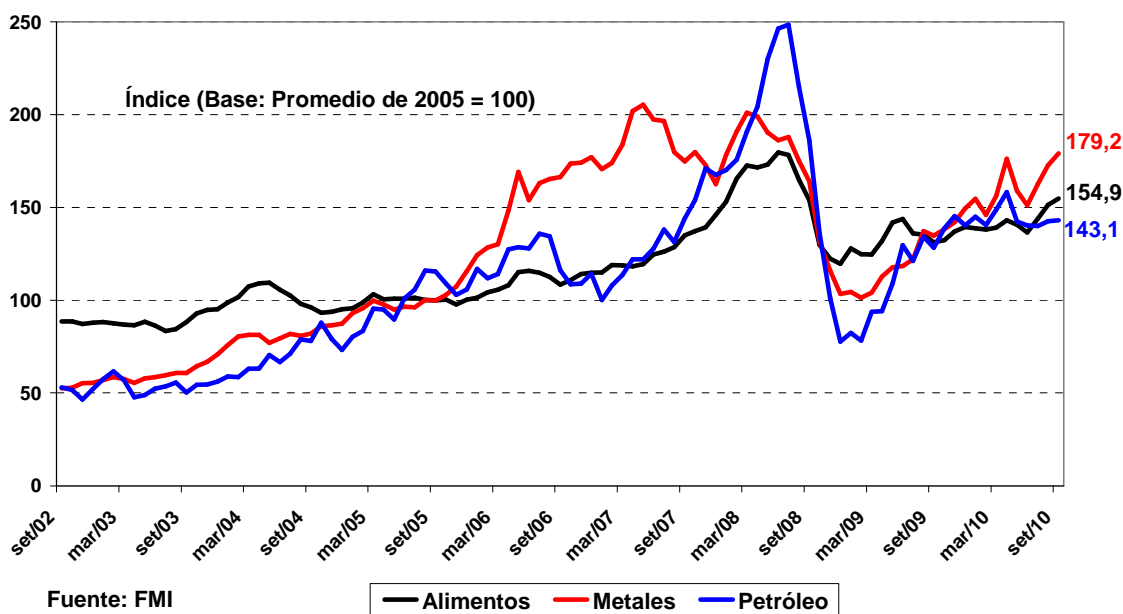
Para más allá de la regulación financiera, los Bancos Centrales vienen, en su mayoría, manteniendo la política monetaria acomodaticia y las tasas básicas de interés de las economías avanzadas permanecen próximas a cero. La percepción de que aún hay una tendencia deflacionaria sobre los precios y las propias amarras que impusieron algunos formuladores de política económica a la política fiscal hacen destacar la importancia de la política monetaria expansionista. Sin embargo, como las tasas de interés de las economías avanzadas ya se encuentran próximas a cero, queda poco margen de maniobra para las operaciones de mercado abierto. Además, operar política monetaria expansionista a través de los depósitos compulsorios o por las tasas de redescuento podría ir contra los objetivos de una mayor regulación financiera.

En las economías emergentes, además de la reducción gradual de los estímulos fiscales, se observó la adopción de políticas monetarias más restrictivas.

Algunas de ellas (Brasil, India, Perú,...) ya verificaron altas sucesivas en las tasas básicas de interés para niveles que sus autoridades monetarias juzgaron más realistas para el contexto de recalentamiento. Otras se valieron de incremento de los requerimientos de capital, como China, India y Turquía. China también utilizó imposiciones estrictas al crecimiento del crédito. El ritmo de esa retracción monetaria no debe seguir intenso, una vez que hay una tendencia de deflación sobre los niveles generales de precios.

De la misma forma, los precios de los *commodities*, que hasta abril de 2010 habían recuperado parte de la brusca reducción que sufrieron con la crisis, ya no presentan más tendencia nítida de alta. Los alimentos vienen sufriendo algunos choques de oferta consecutivos y los precios de los metales oscilan según las noticias de recuperación de la industria en el mundo (Gráfico 1.3).

Gráfico 1.3 - Precio de los *Commodities*



Ya el desequilibrio externo consiste en el mantenimiento de saldos en cuenta corriente persistentemente deficitarios y crecientes por algunos países, mientras que otros mantienen saldos superavitarios cada año mayores. Esta situación viene siendo apuntada como una de las razones para la diseminación de la crisis y por las dimensiones por ella alcanzadas. Sin embargo, la propia crisis se encargó de corregir parte de estos desequilibrios, si no revertiendo los saldos en cuenta corriente, al menos reduciendo sus magnitudes.

La crisis económica hizo acentuar una tendencia que ya se verificaba a lo largo de la última década: los países emergentes amplían su participación en el comercio mundial (Tabla 1.2), mientras que las economías avanzadas reducen

las suyas. En 2009, las reducciones registradas tanto en importaciones como en exportaciones fueron mucho más acentuadas en las economías avanzadas. Se suma a eso el hecho de que las proyecciones de crecimiento de importaciones y exportaciones son más elevadas para los países emergentes en el corriente año y en el próximo.

Tabla 1.2 - Crecimiento del Volumen de Comercio Mundial de Bienes y Servicios (%)			
		Proyecciones	
	2009	2010	2011
Comercio Mundial	-11,0	11,4	7,0
Importaciones			
Economías Avanzadas	-12,7	10,1	5,2
Economías Emergentes	-8,2	14,3	9,9
Exportaciones			
Economías Avanzadas	-12,4	11,0	6,0
Economías Emergentes	-7,8	11,9	9,1

Fuente: World Economic Outlook, FMI, octubre de 2010

Por más que el poder de compra de los chinos crezca en ritmo acelerado y que los superávits chinos en cuenta corriente se reduzcan sucesivamente, estos hechos no serían suficientes para contrabalancear la reducción de la demanda norteamericana, que aún sufre con el efecto riqueza negativo, restricciones de crédito y con la lenta recuperación económica.

Para que los niveles de demanda agregada mundial se sostengan será necesaria la articulación de las políticas económicas nacionales. Sin embargo, la coordinación de políticas vista en el inmediato post-crisis orientada por la cumbre del G-20 viene perdiendo fuerza y ya es posible notar, por ejemplo, un cambio de postura en los países europeos, que, ante amenazas de crisis de la deuda, iniciaron un ciclo de medidas contraccionistas.

Durante el primer semestre, con la turbulencia surgida en los mercados financieros europeos, el euro se devaluó frente a las demás monedas, lo que acentuó los desequilibrios externos de la zona de unión monetaria. Con la devaluación del euro, la zona se quedó aún menos propensa a absorber productos de otras regiones y la ganancia de competitividad artificial por el cambio tiene como resultado exportar desempleo europeo.

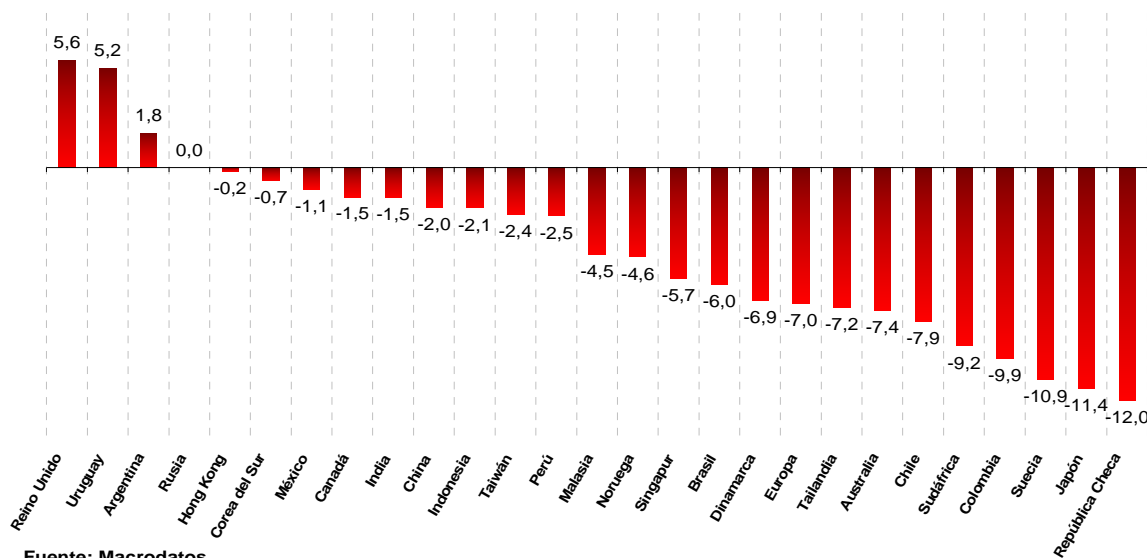
En contrapartida, la autoridad monetaria norteamericana también busca devaluar el dólar a través de la compra agresiva de títulos públicos por el FED y de medidas adicionales de relajación cuantitativa. La política norteamericana actúa en el sentido de reverter su desequilibrio externo, que se traduce en grandes déficits en cuenta corriente.

Contribuyen al propósito norteamericano las altas recientes en las tasas de interés de algunas economías emergentes, que proporcionan diferenciales de remuneración para capitales que migran a estas economías, apreciando sus monedas frente al dólar. Las propias tasas de crecimiento de estos países son atractivas para Inversión Directa Extranjera, flujo este con igual efecto sobre el cambio.

Se suma a eso la decisión del gobierno chino a mediados de este año de permitir la apreciación de su moneda, cediendo a presiones de la diplomacia norteamericana, y el proceso de diversificación de las aplicaciones de las reservas internacionales (Para un análisis más amplio de la tasa de cambio entre dólar y *renminbi*, vea la Materia Especial de esta edición). Con las expectativas de devaluación del dólar, las reservas tienden a migrar para monedas con expectativas positivas, reforzando el deterioro del dólar como en una especie de “profecía auto-realizable”.

En los últimos meses, el dólar se devaluó fuertemente frente a la mayoría de las monedas, revertiendo incluso su dinámica frente al euro, que había perdido valor a lo largo del primer semestre. El Gráfico 1.4 muestra la devaluación del dólar ante la mayoría de las monedas en la comparación del cambio promedio de la primera semana de julio con el cambio de la primera semana de octubre.

Gráfico 1.4 - Variación del Dólar frente a las demás monedas (%)



También en la dinámica de las monedas queda evidente la falta de articulación de las políticas económicas en escala global. Las economías avanzadas, independiente de sus situaciones en cuenta corriente, actúan en el sentido de devaluar sus monedas con el intuito de garantizar competitividad para sus exportaciones y de dinamizar sus procesos de recuperación. Las economías emer-

gentes también defienden parcialmente sus monedas a través de la compra de reservas, evitando la apreciación excesiva del cambio.

La reducción de la demanda interna norteamericana dejó una laguna en el escenario mundial, evidenciando la necesidad de su sustitución por otras demandas domésticas relevantes. Pero las estrategias nacionales para la recuperación económica, si se toman en conjunto, no representan una solución para el problema global. El *pay-off* positivo en este juego de fuerzas es aquel en que las economías cooperan mutuamente para el escenario mundial más favorable.

La economía Brasileña en el Escenario Internacional

La economía brasileña viene participando activamente en el sentido de garantizar la sustentación de la demanda agregada global. El fortalecimiento de su enorme mercado interno fue una de las razones por las que Brasil fue uno de los últimos países afectados por la crisis y uno de los primeros a verse libres de sus efectos adversos (Gráfico 1.5). La economía brasileña sigue sosteniendo tasas elevadas de crecimiento: en el segundo trimestre, el PIB creció un 8,8% en comparación con igual trimestre del año anterior, dinamizado por la expansión de un 26,5% de la Formación Bruta de Capital Fijo (Gráfico 1.6).

Gráfico 1.5 - Descomposición del Crecimiento del PIB (% a.a.)

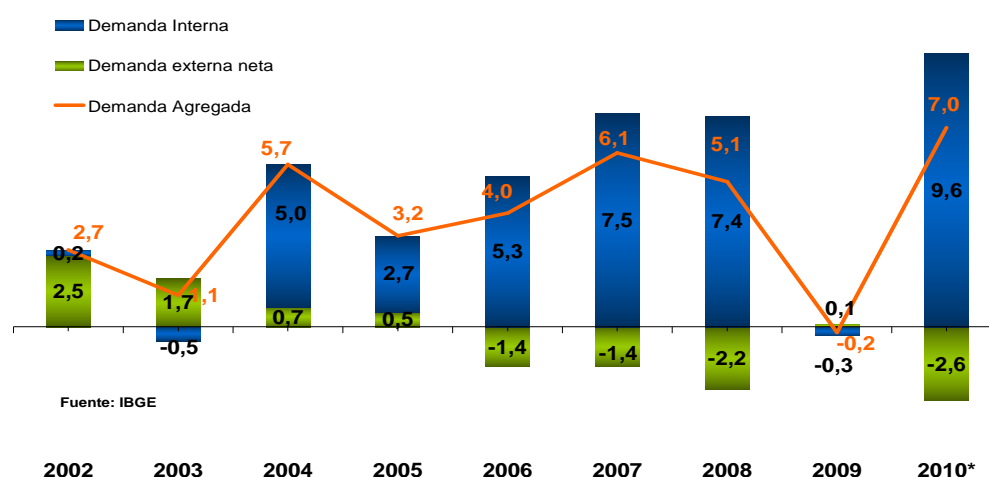
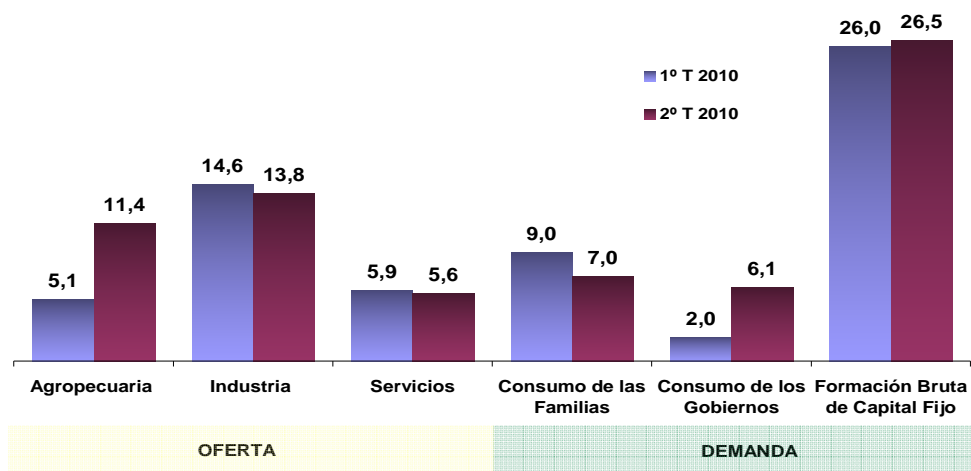


Gráfico 1.6 - Crecimiento trimestral del PIB y sus componentes (variación % ante el mismo trimestre del año anterior)



Las proyecciones apuntan para la continuidad del crecimiento de las tasas de inversión, incluso de la inversión pública, sin que haya comprometimiento de las cuentas públicas. (Gráficos 1.7, 1.8 y 1.9).

Gráfico 1.7 - Proyección para Tasa de Inversión 2010-2014 (% del PIB)

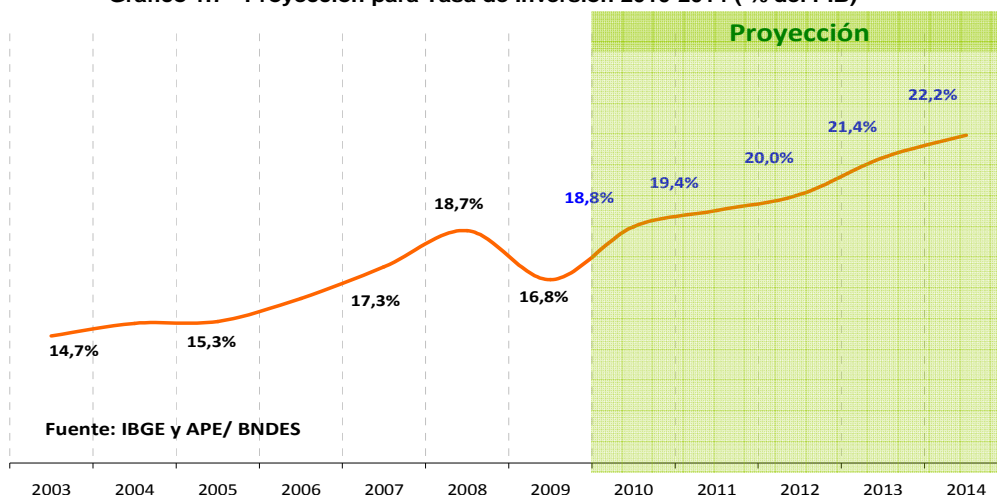


Gráfico 1.8 - Inversión del Gobierno Federal y de las Empresas Estatales (% del PIB)

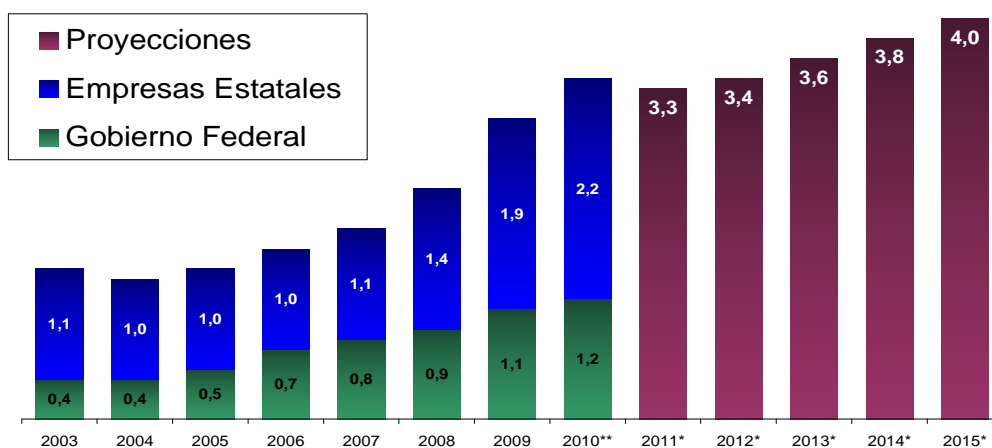
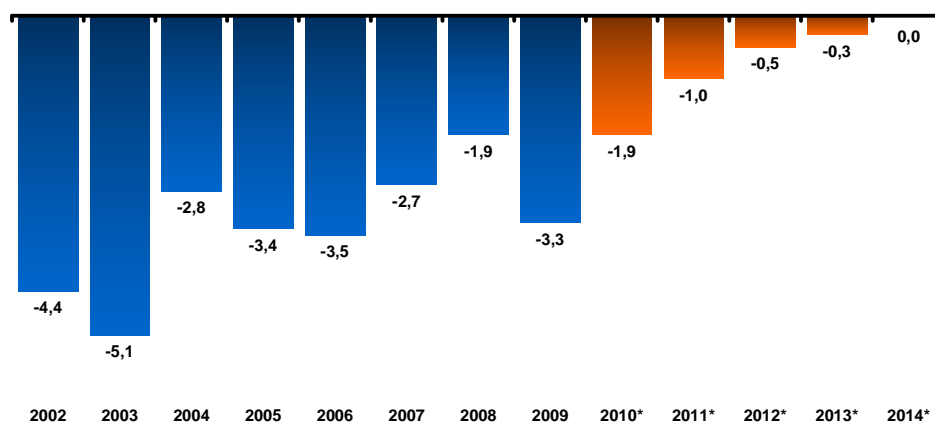


Gráfico 1.9 - Déficit Nominal del Sector Público consolidado (% del PIB)



Fuente: Banco Central

*Estimaciones - Ministerio de Hacienda

Otro destaque fue el crecimiento de un 6,7% del consumo de las familias, siendo esta la vigésima séptima tasa positiva en esa base de comparación. Este resultado fue favorecido por la elevación de la masa salarial y por el incremento del saldo de operaciones de crédito con recursos libres para personas físicas (Gráficos 1.10 y 1.11), así como por la reducción del desempleo y de las desigualdades de renta, que permitieron el acceso de millones de brasileños que vivían en la pobreza a la economía de mercado (Gráficos 1.12 y 1.13).

Gráfico 1.10 - MASA SALARIAL REAL - Promedio de los últimos 12 meses (R\$ mil millones)

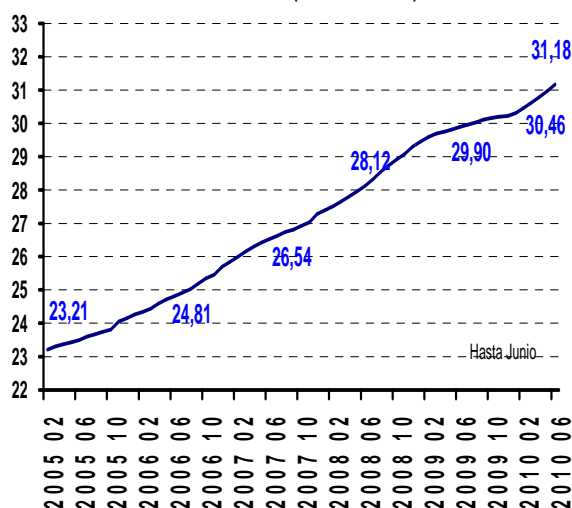
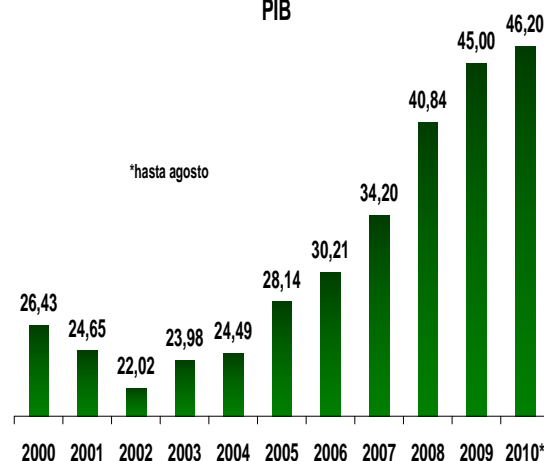
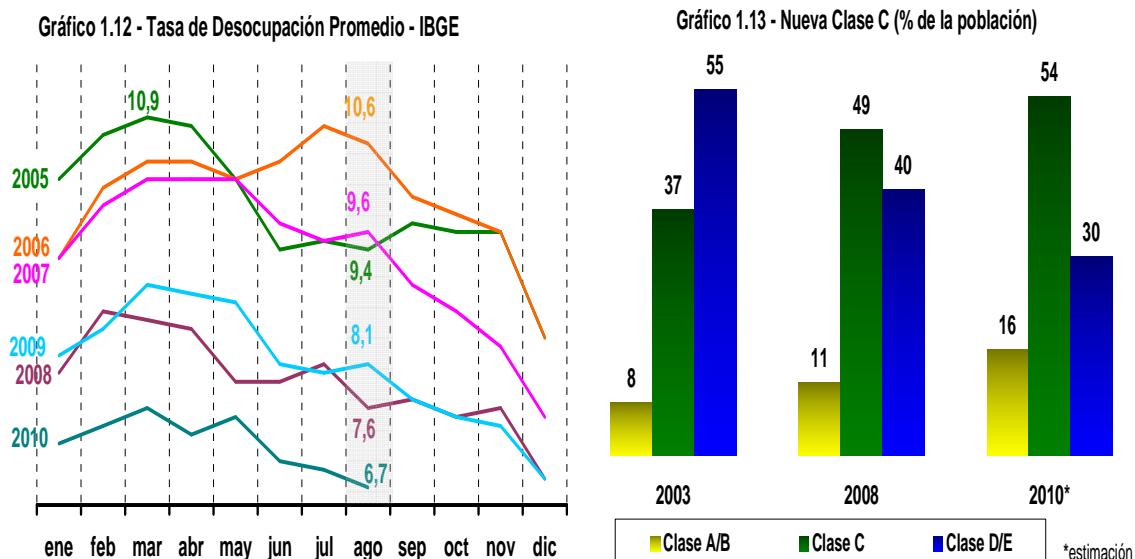


Gráfico 1.11 - Operaciones de Crédito en % del PIB



Fuente: IBGE y Banco Central.



Fuente: IBGE y Ministério da Fazenda

Por el lado de la oferta, la industria obtuvo el mejor desempeño, con crecimiento de un 13,8%, con mayor contribución del subsector de la construcción civil. La Encuesta Industrial Mensual de agosto de 2010 muestra que, de las categorías de uso, los bienes de consumo durables presentan la mayor expansión en el acumulado en 12 meses, con alta de un 15,5%, seguido por los bienes de capital, con alta de un 14,2%. Eso corrobora las proyecciones de crecimiento de la economía, que viene siendo liderado por consumo básico de las familias, habitación y bienes durables.

En el escenario internacional, las empresas brasileñas están en alta, hecho este que se traduce en buenos fundamentos para economía brasileña. La deuda externa brasileña venía presentando trayectoria descendente, interrumpida en 2008 por ocasión de la crisis. Sin embargo, en este mismo año las reservas internacionales superaron a la deuda externa, haciendo de Brasil un acreedor externo. (Gráfico 1.14). Acompañando la mejora de los indicadores de endeudamiento externo brasileño, hubo sustantiva reducción del Riesgo Brasil (Gráfico 1.15).

Gráfico 1.14 - Indicadores de Vulnerabilidad Externa (% del PIB)

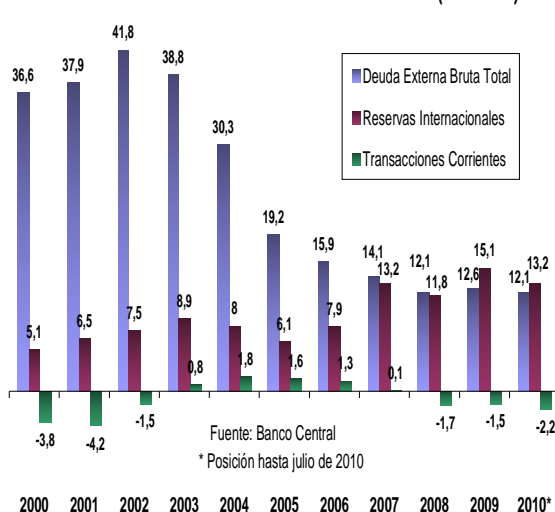
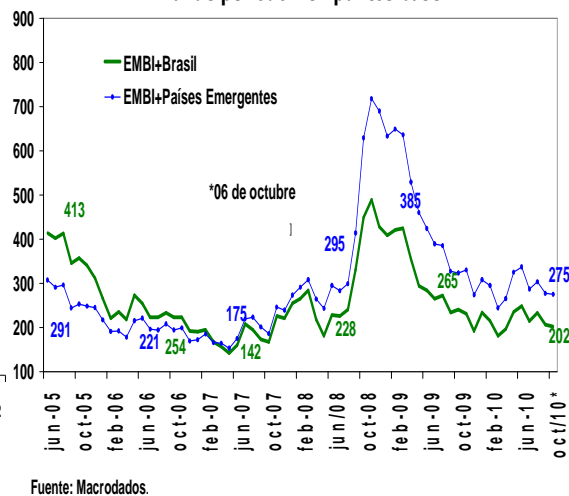
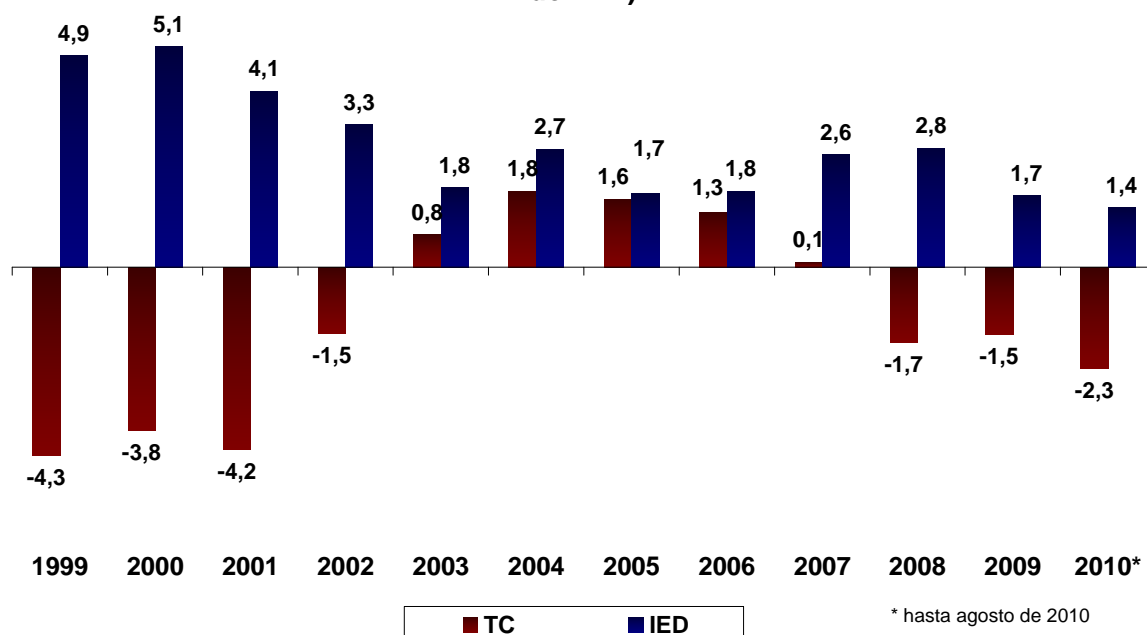


Gráfico 1.15 - Evolución del Riesgo País (EMBI+)
Final de período - en puntos base



Pese a la reducción en la Inversión Extranjera Directa en los años 2009 y 2010 debido a la reducción de la liquidez internacional, las proyecciones para la IED a partir de 2010 son de vigoroso crecimiento (vea el Gráfico 1.16 y la sección “Evolución de las Inversiones Externas Directas en el mundo”, a continuación).

Gráfico 1.16 - Inversión Extranjera Directa y Saldo de Transacciones Corrientes (% del PIB)



Por el análisis de los indicadores expuestos, se concluye que la economía brasileña reúne las condiciones para seguir creciendo en ritmo acelerado. La vulnerabilidad externa no se coloca como una amenaza a la sustentabilidad de

ese crecimiento y el ambiente se configura como favorable a la financiación de las empresas brasileñas.

2) EVOLUCIÓN DE LAS INVERSIONES EXTERNAS DIRECTAS EN EL MUNDO

Estimaciones de la Unctad muestran recuperación gradual de las inversiones

Los flujos de inversión externa directa (IED) en el mundo consolidaron la trayectoria de recuperación en el primer semestre de 2010, después del fuerte retroceso del bienio 2008-2009, y deben mantenerse en trayectoria de crecimiento gradual en los próximos años. La recuperación del nivel pre-crisis, sin embargo, no debe ocurrir antes de 2012.

La evaluación es de la Unctad, responsable del principal y más amplio levantamiento sobre las inversiones directas en el mundo.

Según el informe del último levantamiento de la Unctad (*World Investment Report 2010*), la suma de los flujos de entrada de inversión directa en el mundo debe pasar de US\$ 1,2 billón en 2010, superando el total de poco más de US\$ 1 billón del año pasado. Para 2011, la expectativa es de una nueva alta, para un monto entre US\$ 1,3 y US\$ 1,5 billón, a la que debe seguirse nuevo incremento en 2012, cuando la inversión total podrá, en el límite superior de la estimación, volver al nivel de US\$ 2 billones registrado en 2007, antes de la crisis financiera global. La estimación de alta continuada de las inversiones directas es común a los tres escenarios alternativos con que trabaja la Unctad (pesimista, optimista y básico), variando solamente la intensidad del crecimiento.

Esas estimaciones se basan en el desempeño reciente de los flujos de inversión, que mostraron recuperación moderada en el primer semestre de 2010, y en la expectativa de incremento del ritmo de actividad económica mundial, especialmente en los países emergentes, que siguen ganando participación en cuanto destino y, en menor extensión, origen de las inversiones (Tabla 2.1).

Tabla 2.1
Flujos de IED por región, 2007-2009 (US\$ mil millones y %)

<i>Región</i>	<i>Entrada de IED</i>			<i>Salida de IED</i>		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Mundo	2 100	1 771	1 114	2 268	1 929	1 101
Economías desarrolladas	1 444	1 018	566	1 924	1 572	821
Economías en desarrollo	565	630	478	292	296	229
África	63	72	59	11	10	5
América Latina y Caribe	164	183	117	56	82	47
Medio Oriente	78	90	68	47	38	23
Sur, Este y Sureste de Asia	259	282	233	178	166	153
Sureste de Europa y CIS*	91	123	70	52	61	51
Memo: participación % en los flujos mundiales de IED						
Economías desarrolladas	68,8	57,5	50,8	84,8	81,5	74,5
Economías en desarrollo	26,9	35,6	42,9	12,9	15,4	20,8
África	3,0	4,1	5,3	0,5	0,5	0,5
América Latina y Caribe	7,8	10,3	10,5	2,5	4,3	4,3
Medio Oriente	3,7	5,1	6,1	2,1	2,0	2,1
Sur, Este y Sureste de Asia	12,3	15,9	20,9	7,9	8,6	13,9
Sureste de Europa y CIS*	4,3	6,9	6,3	2,3	3,1	4,6

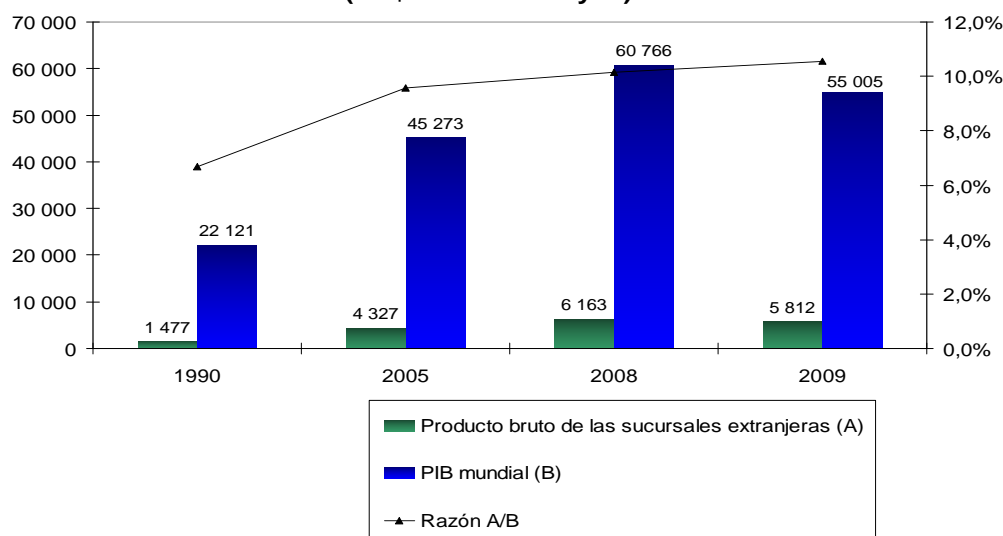
Fuente: UNCTAD

* Commonwealth of Independent States (reúne a ex miembros de la República Soviética)

La recuperación ocurre en todos los componentes de la inversión directa - inversión en participaciones, préstamos intracompañías y utilidades reinvertidas y bajo las dos formas de entrada - fusiones y adquisiciones y nuevos proyectos (*greenfield*). Las fusiones y adquisiciones crecieron un 36%, en valor, en los primeros cinco meses de 2010 cuando se comparan con el mismo período de 2009, y lideran la recuperación con relación al modo de entrada. El incremento de la liquidez internacional y la existencia de buenas oportunidades de compra de empresas están en la raíz de ese movimiento.

Una constatación importante de la Unctad, que también da sustentación a sus estimaciones, es el hecho de que a crisis no detuvo la creciente internacionalización de la producción. Al contrario, la reducción de las ventas y del valor adicionado de las sucursales extranjeras de las empresas multinacionales, en 2009, fue menor que la reducción de la economía mundial, resultando en incremento de su participación en el PIB global (de un 9,6% en 2005 a un 10,6% en 2009; Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1
Internacionalización de la producción
(US\$ mil millones y %)



Fuente: Unctad.

Las políticas públicas adoptadas en el período reciente también parecen haber desempeñado un papel en la recuperación de las inversiones directas. De 102 nuevas medidas que podrían afectar la inversión extranjera identificadas por la Unctad en 2009, 71 actuaban en el sentido de liberalizar y estimular la inversión. Entre esas medidas, se pueden mencionar la apertura de sectores antes cerrados al capital extranjero, la liberalización de adquisición de tierras, el desmantelamiento de monopolios y la privatización de empresas estatales. Además, más de dos centenas de acuerdos de inversión internacionales, tales como acuerdos de bitributación y de protección a las inversiones, fueron firmados en 2009, ritmo de celebración que se mantuvo en 2010.

Los países en desarrollo y en transición en conjunto respondieron por mitad del ingreso de inversión directa en 2009, una vez que la reducción de los flujos para estos destinos fue menos pronunciada que para los países desarrollados. Como la recuperación también se está dando con más intensidad cuando el destino son estos mercados, la expectativa es que la ganancia de participación siga siendo observada en los próximos años.

Entre los receptores de inversión externa, China pasó al segundo puesto, detrás de los EE.UU. Mitad de los seis destinos principales para los flujos de inversión directa son ahora países en desarrollo o en transición. La participación de ese grupo en las operaciones de fusiones y adquisiciones entre países pasó de un 26% en 2007 a un 31% el año pasado y atrajo a más de un 50% de los pro-

yectos *greenfield* en 2009.

En cuanto origen de inversión externa, los países en desarrollo, con destaque para los grandes emergentes, también tienen desempeño por encima del promedio, gracias al crecimiento de sus empresas transnacionales. En 2009, respondieron por aproximadamente un 25% del flujo total de salida de inversión. Hong Kong, China y la Federación Rusa están entre los 20 mayores inversionistas del mundo.

Desde el punto de vista sectorial, el pronóstico de la Unctad es que se mantenga la tendencia reciente de pérdida de importancia relativa de la industria como destino de las inversiones *vis a vis* los sectores primarios y de servicios. Con pocas excepciones (equipo eléctrico y electrónico), en 2009, las fusiones y adquisiciones entre fronteras cayeron en todas las industrias y con más intensidad que en los demás sectores (un 77%, contra un 47% en el sector primario y un 57% en el de servicios). En los servicios, la reducción pronunciada de algunos sectores fue parcialmente compensada por el incremento de la actividad de fusiones y adquisiciones en la distribución de energía eléctrica, gas y agua y en la construcción.

En Brasil, crecimiento de la IED en 2010 ya es de casi un 8%

Aunque haya enfrentado una reducción en la entrada de inversión superior al promedio para América Latina y el Caribe, Brasil continuó a ser el principal destino de las inversiones en la región. Entre los 20 mayores en 2009, el país aparece en la 14ª posición, con entrada de US\$ 25,9 mil millones. En 2010 hasta agosto, la IED para Brasil sumó US\$ 17,1 mil millones, valor casi un 8% superior al de igual período del año pasado, pero con un notable cambio de composición: mientras que las inversiones en participaciones crecieron un 56%, los préstamos intercompañías se redujeron un 96% en el período.

El Banco Central de Brasil estima una entrada total de US\$ 30,0 mil millones de IED en 2010 y de US\$ 45,0 mil millones en 2011. La estimación es reforzada por la encuesta de intenciones de inversión para el período 2010-2012, también conducida por la Unctad, que colocó el país entre los destinos preferidos de los inversionistas (vea Box 2.1).

Con relación a la salida de inversión, el resultado para Brasil fue negativo en 2009 (hubo entrada de US\$ 10,1 mil millones), una vez que las empresas transnacionales brasileñas recurrieron a préstamos de sus sucursales externas como fuente de financiación. Para 2010 y 2011, las proyecciones del Banco Central son de salida de US\$ 12,0 mil millones (US\$ 5,6 mil millones salieron hasta

agosto) y US\$ 16,0 mil millones, respectivamente.

En 2009, según las estimaciones de la Unctad, el stock de inversión externa directa en Brasil era de US\$ 401 mil millones y el de inversión brasileña en el exterior, de US\$ 158 mil millones.

Tabla 2.2

	<i>Ene-Ago 2009</i>	<i>Ene-Ago 2010</i>	<i>Var. %</i>
Inversión Externa Directa	15,9	17,1	7,5
Participación en el capital	10,8	16,9	56,5
Préstamos intercompañías	5,0	0,2	-96,0

Fuente: Banco Central de Brasil

Box 2.1: Según la encuesta sobre intenciones de inversiones de la Unctad, Brasil podrá ser el tercer principal destino de las IED en los próximos años

Desde 1995, la UNCTAD realiza regularmente encuesta junto a las mayores empresas transnacionales no financieras con el fin de capturar las tendencias futuras de la inversión externa directa. La más reciente fue publicada en septiembre y se refiere a las intenciones de inversión para el período 2010-2012 de un conjunto de 236 empresas, además de también considerar más de una centena de respuestas obtenidas junto a agencias de promoción de inversión (*World Investment Prospects Survey 2010-2012*).

De un modo general, la encuesta revela precaución en las intenciones de inversión para 2010 y franca confianza con relación a 2012.

Uno de los destaques de esa edición de la investigación es que Brasil aparece en tercer puesto entre los países más mencionados como prioritarios para destino de la inversión externa en el período 2010-2012, detrás solamente de China y India. Por primera vez, los cuatro países del BRIC se situaron entre los cinco principales destinos (Rusia se quedó en quinto puesto, detrás de los Estados Unidos).

Otros destaques entre los resultados de la encuesta:

- Se redujo de un 47% en la encuesta del año pasado a un 36% en la de ese año el porcentual de las empresas que se declararon pesimistas con relación al ambiente de negocios en 2010.
- El optimismo incrementa significativamente con relación al futuro próximo: si solamente un 13% se dicen optimistas con relación a 2010, ese porcentual sube a un 47%, con relación a 2011 y a un 62% con relación a 2012.

- La crisis no alteró estructuralmente la estrategia de internacionalización de las empresas: una minoría (un 18%) declaró haber vendido o cerrado parte significativa de sus operaciones internacionales. Adicionalmente, un 47% declararon la intención de realizar más de la mitad de sus inversiones en el exterior en 2012, contra un 39% en 2009. Por último, mientras que solamente un 33% de las empresas respondientes se describieron como globalizadas en 2009, un 41% declararon que lo serán en 2012. Un 58% de las empresas pretenden incrementar sus inversiones internacionales en 2011 y 2012.
- Entre los 20 países inversionistas más promisorios, en la evaluación de las agencias de promoción de inversión consultadas, cerca de la mitad son países en desarrollo o en transición. China ocupa la segunda posición, India la sexta y Rusia la novena. De los BRIC, sólo Brasil no aparece entre los 20 mayores inversionistas.

El sector primario, que en la clasificación de la Unctad incluye la industria extractiva, es el de perspectivas más promisorias, seguido por el sector de servicios.

3) COMERCIO EXTERIOR BRASILEÑO

Exportaciones brasileñas en franca expansión después de la crisis financiera internacional

Las exportaciones de Brasil siguen en la trayectoria de recuperación de la peor fase de la crisis internacional. En el acumulado de enero a septiembre, las exportaciones brasileñas sumaron US\$ 145 mil millones, lo que representó crecimiento de un 29% con relación al año anterior. Los tres principales tipos de productos exportados por las empresas brasileñas fueron: mineral de hierro (US\$ 19,2 mil millones; +91% con relación al promedio diario de enero a septiembre de 2009), petróleo bruto (US\$ 11,3 mil millones; +86%) y soja en grano (US\$ 10,3 mil millones; -6%).

El crecimiento de las exportaciones brasileñas se debe en parte al incremento de los precios internacionales de algunos productos básicos, pero también viene ocurriendo fuerte expansión en varios segmentos de bienes durables, principalmente los relacionados al sector de transporte. En los primeros nueve meses de 2010, las ventas externas de automóviles crecieron un 43% y el valor total exportado del producto (US\$ 3,2 mil millones) representó la principal categoría de manufacturados. Se destacaron también piezas de autos (+45%; US\$

2,5 mil millones), motores de vehículos (+ 77%; US\$ 1,8 mil millón) y vehículos de carga (+86%; US\$ 1,2 mil millón).

En el análisis del crecimiento del *quantum* exportado por Brasil, se destacan las ventas externas de productos con mayor sofisticación industrial.

La recuperación del comercio exterior brasileño ocurre en el mismo sentido de los flujos mundiales. Utilizándose estadísticas de *quantum* exportado, para expurgar el efecto precio asociado en general a *commodities*, el promedio de los índices de enero a julio de 2010, últimos datos disponibles para las exportaciones mensuales del mundo¹, muestran una expansión de un 18% con relación al mismo período del año anterior. En Brasil, según el indicador de la Funcex, las cantidades exportadas crecieron un 7,3% en el acumulado del período, pero de forma muy distinta por sectores. Mientras que las exportaciones de bienes de capital crecieron a la tasa de un 11,5% y los durables de consumo, a un 34,3%, los bienes de consumo no durables y los combustibles permanecieron prácticamente estables (+0,6% y -0,7%, respectivamente). O sea, el principal componente de expansión de las exportaciones brasileñas, cuando se consideran las cantidades, y no los precios, fueron productos de mayor sofisticación industrial.

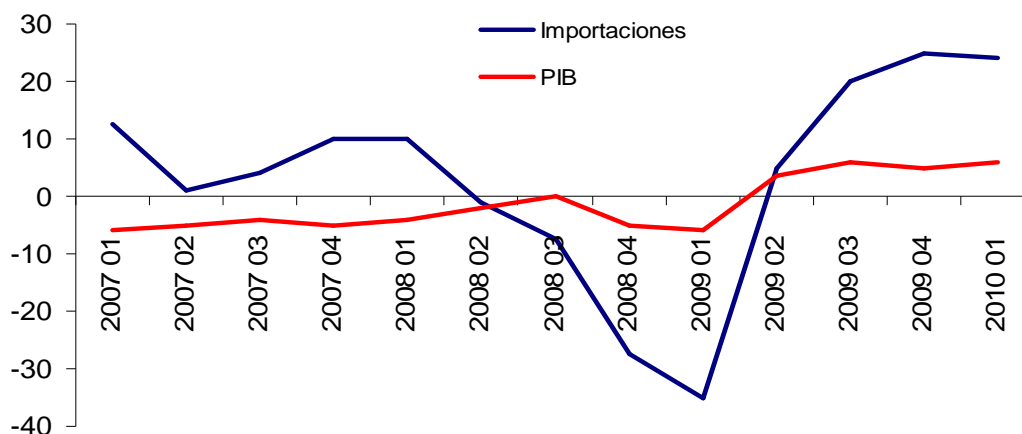
El mayor crecimiento de las exportaciones brasileñas en segmentos de mayor sofisticación industrial sigue lo que viene ocurriendo en el mundo y, a su vez, este es un fenómeno que explica también parte del motivo por el que el comercio internacional presenta actualmente tasas de crecimiento muy superiores a las asociadas a la producción en el mundo.

Estimaciones indican que las importaciones mundiales crecieron cerca de un 25% en el primer trimestre de 2010, contra una tasa de crecimiento del PIB mundial de un 5%. Durante la fase más aguda de la crisis, la reducción de las importaciones mundiales fue de forma análoga también mucho mayor que el producto interno bruto de los países (vea Gráfico 3.1). En el tercer trimestre de 2009, el comercio mundial presentó contracción de un 35%, mientras que el producto mundial declinó un 5%.

¹ CPB Netherlands Bureau Of Economic Analysis, boletín de septiembre.

Gráfico 3.1

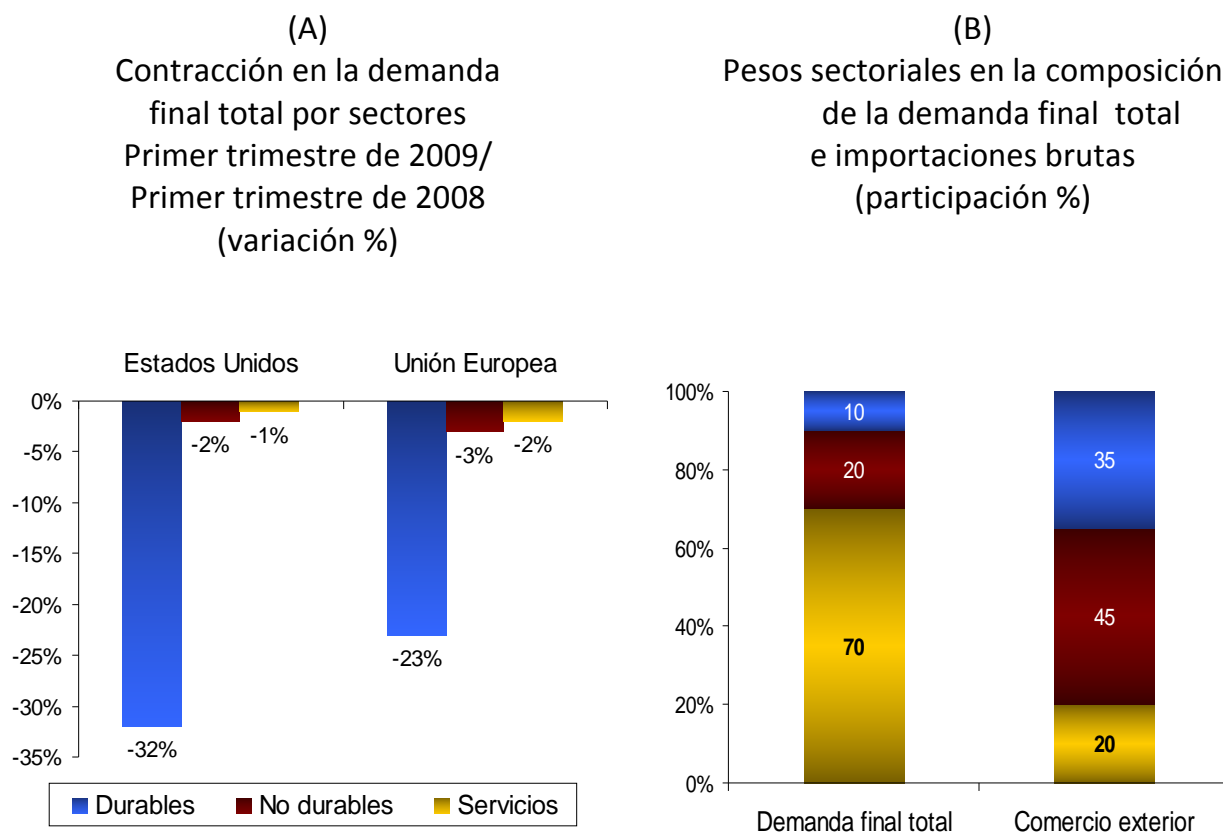
Tasa de variación real del PIB mundial y de las importaciones
(Trimestre con relación al trimestre anterior, con ajuste estacional y ponderación por la paridad de poder de compra)



Fuente: FMI, World Economic Outlook

La explicación para el hecho de que el comercio exterior presente variación (hacia abajo o hacia arriba) mucho mayor que el PIB en el mundo pasa por la propia composición por tipos de productos en los flujos mundiales de importaciones y el hecho de la crisis haber afectado de forma distinta los sectores, afectando mucho más fuertemente los segmentos de durables (vea Gráfico 3.2A). Estimaciones realizadas por el FMI indican que los bienes durables presentan un peso mucho mayor en la composición de los flujos de comercio que en la demanda total de un país (vea Gráfico 3.2B), lo que hizo que las importaciones de los países declinaran mucho más que la demanda doméstica. O sea, si en las importaciones existe una participación mayor de bienes durables y son estos los que presentan mayor contracción de demanda por causa de la crisis, las importaciones se van a reducir más que el total de la demanda en el país. La mayor participación de bienes no durables y servicios en la composición del PIB de los países amortigua la reducción en él. Por ejemplo, la demanda total (doméstica + externa) por bienes durables en los Estados Unidos y en la Unión Europea se redujo más de un 30 y un 20%, respectivamente, en el peor período de la crisis. Mientras tanto, la demanda por no durables y servicios disminuyó solamente de un 1 a un 3%.

Gráfico 3.2
Demanda final total (doméstica + externa) e importaciones:
Estados Unidos y Unión Europea



Fuente: FMI, *World Economic Outlook*.

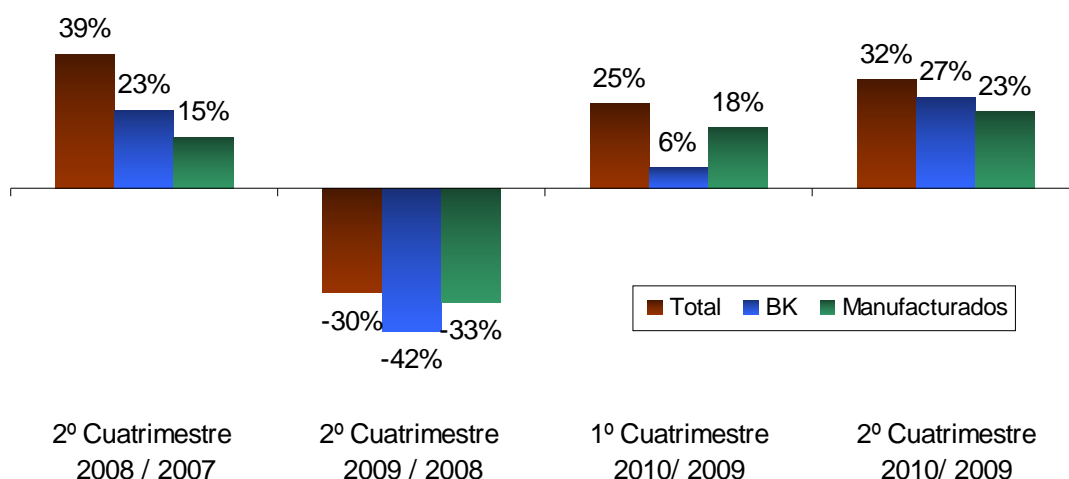
La mayor retracción en el comercio internacional de bienes durables se deriva del hecho de que muchos de ellos representan consumo que puede ser postergado. Están incluidos, en esa categoría, automóviles de pasajeros y electrónicos de consumo. Pero el efecto ocurre particularmente también en las ventas de bienes de capital, que están asociadas a inversiones. Tomando en cuenta la retracción de demanda por los productos que serían fabricados por tales inversiones, estos serán aplazados y por lo tanto las compras de bienes de capital, a su vez, suspendidas. Durante períodos de crisis, las decisiones de inversión están entre las más afectadas: sin la perspectiva de buenas condiciones de demanda a los bienes que serían producidos a partir de las nuevas inversiones, la propensión a invertir se vuelve muy baja. En general, ni siquiera la capacidad ya instalada consigue ser utilizada en niveles considerados adecuados.

Siguiendo la trayectoria mundial, en Brasil, las exportaciones de bienes de capital fueron las que presentaron mayor reducción durante la peor fase de la crisis económica mundial y fueron las que más tardaron en recuperarse. Las

exportaciones brasileñas de bienes de capital llegaron a contraerse un 42% en el segundo cuatrimestre de 2009 con relación a los mismos meses del año anterior. En el primer cuatrimestre de 2010, ellas crecieron solamente un 6%, mientras que las exportaciones totales presentaron expansión de un 25%. En el período siguiente, las exportaciones de bienes de capital parecen ya haber encontrado el mismo ritmo de crecimiento de las demás. En el último cuatrimestre, terminado en agosto, la expansión de las ventas externas brasileñas de bienes de capital fue superior al del total de manufacturados (vea Gráfico 3.3). Vale recordar que las estadísticas de quantum, mencionadas hace algunos párrafos, también muestran, para el seguimiento, mayores tasas de crecimiento en los últimos meses.

Gráfico 3.3

Exportaciones brasileñas totales, manufacturados y bienes de capital
(variación % del valor en US\$ con relación al mismo período del año anterior)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MDIC/Secex

Según destinos, los principales compradores de los bienes de capital brasileños son tradicionalmente los países de América Latina. De enero a septiembre de 2010, las importaciones de aquellos países fueron de US\$ 5,9 mil millones, lo que representó más de la mitad de las exportaciones brasileñas de bienes de capital en el período (US\$ 11,2 mil millones). Argentina fue el principal destino (US\$ 2,2 mil millones), seguida de Chile (US\$ 819 millones). En el restante del mundo, los Estados Unidos también continuaron relevantes en ese año, al comprar US\$ 1,2 mil millón en bienes de capital de Brasil.

China fue el principal destino de las exportaciones brasileñas de enero a septiembre de 2010

En el total de las exportaciones brasileñas, China fue el principal destino, así como el principal origen de las importaciones, en el período de enero a septiembre de 2010. El país representó también el segundo principal origen de superávit comercial de Brasil (US\$ 4,98 mil millones de enero a septiembre de 2010). El mayor superávit comercial de Brasil en el período fue Holanda, habiendo alcanzado US\$ 6,0 mil millones. Otros orígenes importantes del saldo comercial son Argentina y Venezuela, pero con composición muy distinta por tipo de producto. Mientras China y Holanda son grandes compradores de productos básicos brasileños, Argentina y Venezuela son relevantes en el comercio de bienes manufacturados, con destaque a los sectores de bienes de capital, según lo visto en el párrafo anterior.

Tabla 3.1
Exportaciones e importaciones brasileñas por destinos y orígenes:
enero a septiembre de 2010 (en US\$ millones)

	Exportaciones		Var. % 2010/09	Importaciones		Var. % 2010/09	Saldo	
	2010	2009		2010	2009		2010	2009
América Latina y Caribe	34.164	24.313	40,5	22.191	16.080	38,0	11.974	8.233
. Argentina	13.033	8.280	57,4	10.596	7.907	34,0	2.437	373
. Chile	2.931	1.809	62,0	2.881	1.885	52,8	50	-77
. Venezuela	2.848	2.580	10,4	681	388	75,7	2.167	2.192
Asia	40.768	31.043	31,3	40.614	25.279	60,7	153	5.764
. China	23.192	17.264	34,3	18.210	11.022	65,2	4.982	6.242
. Japón	4.954	3.030	63,5	5.038	4.057	24,2	-84	-1.027
. Corea del Sur	2.621	2.053	27,7	6.377	3.308	92,8	-3.756	-1.255
Unión Europea	30.785	25.093	22,7	28.682	20.737	38,3	2.104	4.356
. Holanda	7.335	5.930	23,7	1.287	701	83,5	6.048	5.228
. Alemania	5.926	4.340	36,5	9.084	7.075	28,4	-3.158	-2.735
. Reino Unido	3.145	2.692	16,8	2.368	1.465	61,6	777	1.227
EE.UU. ⁽¹⁾	14.155	11.362	24,6	19.788	14.718	34,4	-5.633	-3.356
Medio Oriente	7.455	5.522	35,0	3.245	2.278	42,4	4.211	3.244
. Arabia Saudita	2.209	1.483	48,9	1.446	1.190	21,5	763	293
. Irán	1.542	822	87,6	114	18	552,2	1.428	804
. EAU	1.267	1.301	-2,6	133	83	60,3	1.134	1.218
África	6.555	6.424	2,0	8.692	6.000	44,9	-2.137	424
. Egipto	1.396	1.068	30,7	114	52	117,7	1.282	1.016
. Sudáfrica	977	931	5,0	561	306	83,2	416	625
. Angola	671	1.065	-37,0	351	76	358,9	320	989
Europa Oriental	3.560	2.513	41,7	2.063	1.364	51,2	1.497	1.148
. Rusia	3.081	2.156	42,9	1.324	859	54,2	1.756	1.297
. Ucrania	220	162	36,1	205	104	96,8	15	58
Demás	7.487	5.528	35,4	6.882	4.161	65,4	605	1.367
TOTAL	144.929	111.798	29,6	132.156	90.618	45,8	12.773	21.179

⁽¹⁾ incluye Puerto Rico

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MDIC/ Secex

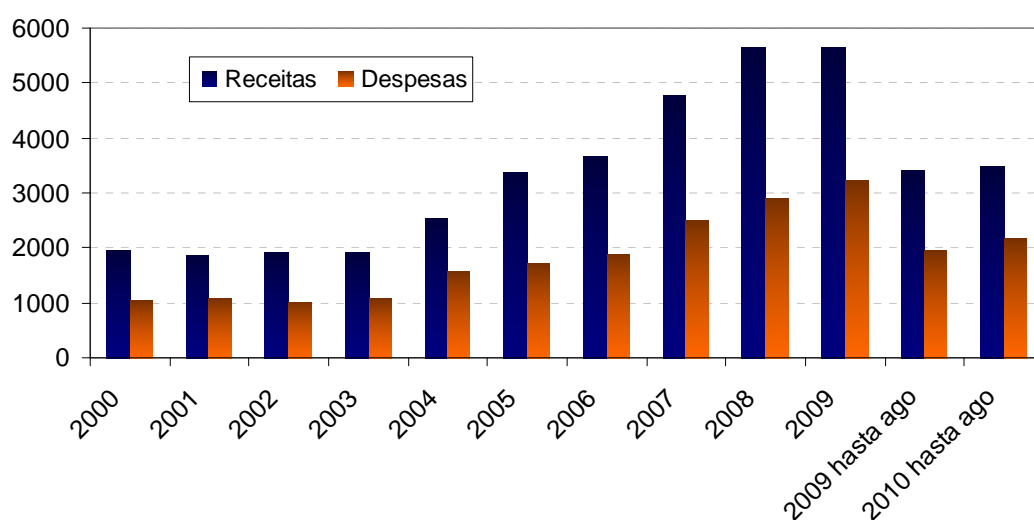
Box 3.1: Exportaciones de servicios de ingeniería se destacan en el total exportado por Brasil

Las exportaciones brasileñas de servicios de ingeniería presentaron expresivo crecimiento a lo largo de los últimos años y no fueron afectadas por la crisis económica mundial tal como el comercio de bienes. Los ingresos externos provenientes de estos servicios fueron prácticamente iguales en los años 2008 y 2009, y equivalentes a valores casi tres veces mayores que hace cinco años (vea Gráfico 3.4). De enero a agosto de 2010, las exportaciones de servicios de ingeniería presentan pequeña elevación (un 3%) con relación al mismo período del año anterior.

La rúbrica es la única en el balance de pagos brasileño a presentar superávit expresivo, siendo resultado de la expansión de las actividades de las constructoras brasileñas en obras por el mundo. Las exportaciones de servicios de ingeniería presentaron trayectoria más estable que la de bienes porque son asociadas, en gran parte, a grandes obras de infraestructura y consecuentemente a decisiones de largo plazo y gastos de gobiernos de los países importadores. Tales gastos no son cancelados o suspendidos con la misma facilidad que se deshacen encargos de, por ejemplo, bienes de capital para la industria.

Gráfico 3.4

Ingresos y gastos de servicios de ingeniería y arquitectura en el Balance de Pagos de Brasil: 2000 a 2010 (en US\$ millones)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Brasil

MATERIA ESPECIAL

Estimaciones de la subvaluación de la moneda china e impactos sobre la economía de los Estados Unidos

Alexandre Lautenschlager
Fabrício Cattermol²

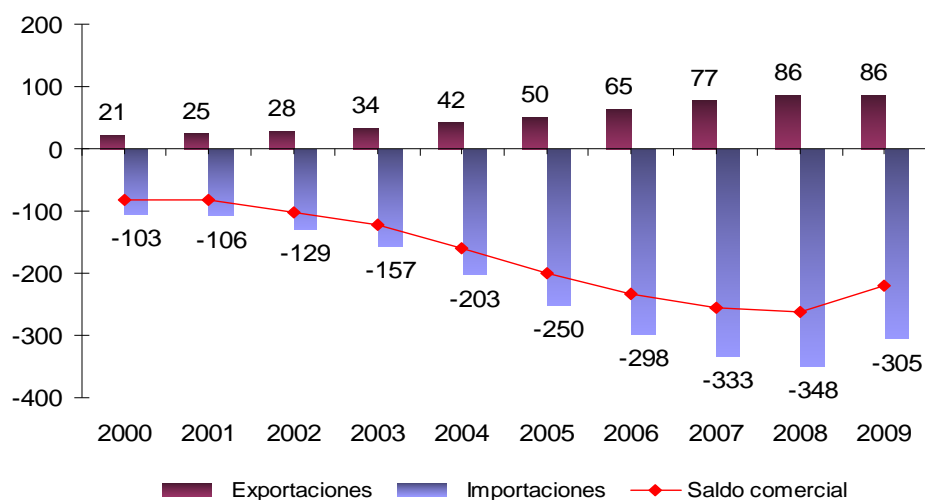
Introducción

Durante la última década, la heterogeneidad de la economía global quedó, en su mayor parte, relegada a un plan secundario en el contexto del que se acordó llamar “La Gran Moderación”: los años de volatilidad anormalmente baja de las principales variables económicas en el mundo desarrollado. Sin embargo, la explosión de la burbuja inmobiliaria *subprime*, propagada para el sector real a través de la estructura de endeudamiento de las familias estadounidenses y de la exposición de las grandes instituciones financieras a derivados altamente complejos, dio inicio a una coyuntura turbulenta que impone la urgencia de considerar la naturaleza de los grandes desequilibrios que, ya en la fase de recuperación, aún persisten.

En la última actualización de su *World Economic Outlook*, el Fondo Monetario Internacional [FMI (2010)] suministra una buena aproximación para los contornos del mundo post-crisis. Mientras que el grupo de las “economías avanzadas” tiene un crecimiento del PIB proyectado en un 2,7% en 2010 y un 2,2% en 2011, las categorizadas como “emergentes y en desarrollo” coleccionan índices de un 7,1 y un 6,4%, respectivamente. Incluidas y determinantes de tal contraste, dos de las economías del globo, Estados Unidos y China, se pueden considerar como caras opuestas de la misma moneda, conectadas por intensos flujos comerciales. Según los datos del *Bureau of Economic Analysis* (BEA), transacciones bilaterales de bienes y servicios registraron el valor promedio anual de US\$ 299,2 mil millones entre 2000 y 2009, con repetidos superávits para la nación asiática (Gráfico 1). Sólo en el primer semestre de 2010, su saldo fue positivo en US\$ 115,3 mil millones, una variación de un 15,4% con relación al año anterior.

² Economistas del Área de Comercio Exterior del BNDES.

Gráfico 1
Comercio de los Estados Unidos con relación a China, bienes y servicios: 2000 – 2009 (US\$ mil millones)



Fuente: BEA

Los números son particularmente pertinentes ante los récords en la tasa de desempleo norteamericana, que alcanzó un 9,6% de la población económicamente activa en septiembre último. La opinión pública del país manifiesta hace mucho tiempo una preocupación con la pérdida de puestos de trabajo, principalmente en el sector industrial, en virtud de los bajos salarios asiáticos. Frente a la limitada efectividad de los instrumentos monetarios y a la poca disposición de implementar estímulos fiscales suficientes para activar la demanda doméstica, políticos republicanos y demócratas vienen aprovechando el momento para demostrar su compromiso con mejoras en el campo económico incrementando el tono de su retórica contra lo que identifican como siendo “distorsiones” promovidas por el gobierno chino.

Sin duda, el tema que más atrae críticas es la política cambiaria china, que mantiene la cotización del *renminbi* dentro de una estrecha franja definida en referencia al dólar. La regla fue adoptada en 1994 y se mantuvo incluso durante la crisis asiática, cuando la mayoría de los países de la región devaluó fuertemente sus monedas.³ A partir de julio de 2005 la banda que limita la intervención de la autoridad monetaria pasó a acomodar mayores fluctuaciones, que se acumulaban gradualmente, llevando a una valorización aproximada de un 20%

³ Es posible argumentar que la actitud china, que implicó una valorización de su moneda frente a las de los países vecinos, fue importante para promover la estabilidad regional en una fase particularmente tumultuosa.

hasta junio de 2008.⁴ Sin embargo, en medio al ambiente incierto de los últimos dos años el proceso fue efectivamente congelado, fijando la cotización de 6,8 CNY/USD.

Dado que China mantuvo un crecimiento robusto mientras que gran parte del mundo desarrollado sufrió desaceleraciones (en muchos casos, contracciones) más marcantes, para muchos, la valorización de su moneda sería una consecuencia natural de los mecanismos de ajuste del mercado. Así, la estabilidad del cambio, soportada por extensivos controles de capitales y acumulación de reservas internacionales, puede ser entendida como un indicador de la resistencia de los formuladores de política económica en Pekín a permitir el establecimiento de un nuevo equilibrio. Según tal interpretación, en un momento en el que diversos países sufren con la falta de demanda y exceso de capacidad instalada, “al perseguir una política de cambio devaluado, China está desviando para sí parte de la demanda deficiente de las otras naciones, lo que perjudica el crecimiento en prácticamente todos los lugares” [Krugman (2009a)].

Oficialmente, los Estados Unidos vienen resistiendo a la adopción de medidas drásticas para forzar un cambio de posición en el otro lado del Pacífico, prefiriendo dar oportunidad a la diplomacia. El Tesoro Estadounidense, por ejemplo, sigue no denominando a China como un país que “manipula el cambio” en su informe semestral. La estrategia fue vista como acertada cuando, en junio último, las autoridades chinas anunciaron lo que pareció ser el inicio de un nuevo período de valorización. Sin embargo, desde entonces, el movimiento en tal sentido fue menor que un 2,5%, frustrando las expectativas más optimistas.⁵

Instigado por la lentitud del avance, el congreso estadounidense votó en octubre una autorización para que el presidente Barack Obama imponga un incremento generalizado de las tarifas sobre la importación de productos chinos. Si se implementan las medidas, analistas se preocupan con las posibles represalias y el inicio de una guerra comercial, semejante a que solapó el inicio de la recuperación mundial después de la Gran Depresión. Simultáneamente, en la ausencia de una coordinación entre los principales interesados, otros países vienen tomando acciones unilaterales para evitar la elevación del valor de sus monedas ante el *renminbi*.

⁴ En la ocasión, el BC chino pasó a adoptar en la definición de la paridad una canasta de monedas de los principales aliados comerciales. Sin embargo, los pesos utilizados no son de conocimiento público y, en términos prácticos, las decisiones aún parecen guiadas por la trayectoria del dólar.

⁵ De hecho, pasado el primer impacto del comunicado oficial, quedó claro que el compromiso con la valorización era, como mínimo, vago (Duy, 2010a y b). En particular, llama la atención la afirmativa de que “Con la cuenta [corriente] del BP moviéndose más cerca del equilibrio, la base para una apreciación de larga escala del RMB no existe” (PBC, 2010).

Ante la demostrada relevancia del tema, esta materia especial se dedica a explorar un aspecto específico del debate sobre el cambio chino: la corrección o no del diagnóstico sobre los efectos perjudiciales del valor actual del *renminbi* para la recuperación de la economía de los Estados Unidos. Para ello, además de esta introducción, las dos próximas secciones abordan, por orden y a partir de un levantamiento preliminar de trabajos relacionados, las estimaciones del grado de subvaluación del *renminbi* y los posibles efectos de una alteración en su valor para el empleo y actividad económica estadounidense.⁶ Al fin, la conclusión hace un balance de las evidencias expuestas y sugiere posibles consecuencias.

Medidas de la subvaluación de la moneda china.

Como se anticipó anteriormente, el diagnóstico más común de la subvaluación del *renminbi* se basa en la estabilidad de su tasa de cambio con el dólar, incluso cuando esta última moneda pierde valor ante los otros aliados comerciales estadounidenses y China registra tasas de crecimiento económico por encima de la mayor parte del mundo, combinadas con expresivos superávits en la cuenta corriente del balance de pagos. Tal política se hace viable por la constante compra de activos estadounidenses a través del banco central chino, sumados a las masivas reservas internacionales del país, que actualmente alcanzan cerca de US\$ 2,5 billones.

Bajo una perspectiva metodológica formal, gran parte de los comentarios acerca del cambio chino hace referencia al trabajo de Cline y Williamson (2010). Los autores estiman la llamada tasa de cambio de equilibrio fundamental (*fundamental equilibrium exchange rate*), definida como siendo la paridad, multilateralmente consistente, que permite a los 34 países⁷ de su muestra alcanzar un dato meta creíble para el saldo en cuenta corriente como porcentaje del PIB. El mecanismo esencial del modelo utilizado es la transmisión de cambios en la tasa real efectiva en el resultado corriente, mediada por la elasticidad-precio de las exportaciones y la participación de las ventas externas en el PIB. Efectuados los cálculos, concluyen que la consolidación de un escenario donde los déficits y superávits individuales no sobrepasan un 3%, demandaría una apreciación de un 24% del *renminbi* con relación al dólar o un 14% en términos efectivos.

⁶ Gran parte de los artículos mencionados se puede encontrar en el libro electrónico “The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law” (Evenett, 2010), del VoxEu (<http://www.voxeu.org/>).

⁷ Economías excluidas de la muestra son agrupadas como si formaran un solo país, que responde por el “resto del mundo”.

Una medida alternativa es la desviación del cambio nominal de aquel dato por la paridad del poder de compra (PPP). Por esa óptica, en 2008, los productos y servicios chinos eran cerca de un 60% más baratos que sus equivalentes internacionales. Sin embargo, el número debe sufrir una importante corrección ante el llamado “efecto Balassa-Samuelson”: países con menor nivel de renta *per capita* conviven con precios depreciados, principalmente en el sector de productos no comercializables, pero tal diferencia se diluye a lo largo de su trayectoria de convergencia. Eso ocurre porque productos comercializables, que siguen más de cerca los precios internacionales, expanden su productividad a una tasa relativamente más acelerada, generando una renta que es entonces gastada en servicios. El consecuente incremento de precios en ese sector aprecia entonces la tasa de cambio en términos reales. Por lo tanto, la comparación relevante debe ponderar la magnitud del relativo atraso económico chino. Estudios en esa línea encuentran entonces un “desajuste” (hacia abajo) del cambio *yuan renminbi*-dólar del orden de un 12% [Reisen (2010)] o un 30% [Subramanian (2010)] frente a lo previsto por las regresiones.⁸

Cheung, Chinn y Fuji (2010) hacen una recapitulación muy amplia de estos y otros trabajos de estimación del cambio de equilibrio chino. En adición a los números ya reproducidos, los autores mencionan también sus propias estimaciones [Cheung, Chinn y Fuji (2009)], de que, trabajando un modelo simple a partir de series temporales que capturan más directamente los diferenciales de crecimiento en la productividad, la subvaluación del *renminbi* en 2004 estaría comprendida en un intervalo de un 6,1 a un 4,0%. La metodología puede ser perfeccionada mediante la incorporación de otras variables y ajuste de una de las constantes, tal como realizado por la consultoría Goldamn Sachs. En el caso, la desviación del cambio sería tan pequeña como un 2,7% frente al dólar, pero un 23% con relación al Euro [Stupnytska, Stolper y Meechan (2009) *apud* Cheung, Chinn y Fuji (2010)].

Una última línea de argumentación que debe ser explotada, es la presentada, por ejemplo, en Krugman (2010b), según la que la prueba esencial de la manipulación del cambio chino es la enorme exportación de capitales del país. Puesto en otros términos, ante los grandes retornos de emprendimientos domésticos, sería paradójico que el ahorro chino fuera invertido en títulos estadounidenses con tasas de interés próximas a cero. Sin embargo, Song, Storesletten, and Zilibotti (2010) propone un entendimiento distinto del problema, que hace innecesaria la hipótesis de intervención. Recordando experiencias similares en Corea y en Taiwán, los autores atribuyen la salida neta de capital de China a imperfecciones asimétricas del mercado financiero local. Bancos chinos, en su mayoría estatales, privilegiarían firmas públicas en sus préstamos, obligando

⁸ Subramanian (2010) considera que una subvaluación de un 30% es más precisa por considerar y corregir problemas en las estimaciones del Banco Mundial para el PIB PPP de China.

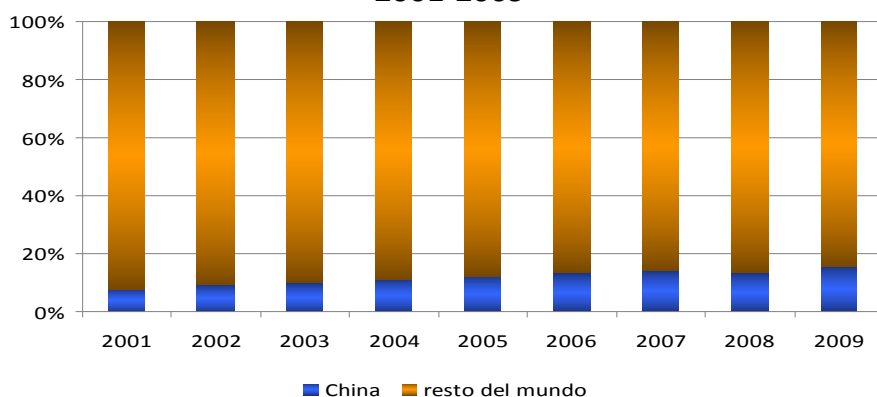
el sector privado a autofinanciarse. Estas últimas empresas son más productivas, por utilizar tecnologías más modernas, y responden por una parte cada vez mayor del empleo. En los últimos años, firmas estatales vienen siendo reducidas, disminuyendo las posibilidades de aplicación de los bancos, justamente en el momento en que los depósitos (venidos del ahorro de las empresas privadas y de las familias) se expanden rápidamente. Estos recursos ociosos son entonces destinados a la deuda pública estadounidense.

Impactos de una alteración en la balanza comercial Estados Unidos – China

Asumiendo que el cambio chino esté realmente subvaluado en alguna medida, cumple entonces cuestionar los probables efectos que una alteración en tal política tendría sobre la economía estadounidense. Se puede imaginar que el canal más directo para cualquier cambio es la balanza comercial entre los dos países. En ese sentido, Krugman (2010) argumenta que el mantenimiento de la paridad por debajo de su valor “verdadero” implica doble proteccionismo al garantizar un subsidio de precio a los productores domésticos y gravar las importaciones de la misma forma que una tarifa externa más alta. Sin embargo, es importante cuantificar el impacto de esa actitud sobre la actividad económica de los países.

Si por un lado el déficit comercial de los Estados Unidos con China es persistente y elevado en términos absolutos, cuando se evalúa en el contexto del volumen de comercio estadounidense, su importancia es relativizada. Considerándose el promedio de los últimos nueve años, importaciones de bienes y servicios de China responden por un 12% del total de compras del exterior y un 32,1% del resultado negativo de la balanza (Gráfico 2). En sus picos, el año pasado, los valores eran de un 15,7 y un 58,5%, respectivamente.

Gráfico 2: Participación china en las importaciones estadounidenses de bienes y servicios, 2001-2009



Fuente: BEA

Thorbecke (2010) llama la atención para el gran salto en la participación china en el déficit estadounidense durante la crisis. Mientras que en los 12 meses posteriores a la quiebra del banco Lehman Brothers el déficit con países fuera del este asiático se retrajo un 76%, el saldo con China disminuyó solamente un 12%. En su artículo, el autor desarrolla un modelo gravitacional de los flujos de comercio entre diversos países, en el que revela una desviación importante de las ventas chinas a los Estados Unidos con relación a lo previsto, sugiriendo la influencia de fuerzas extra-mercado.

La magnitud de la valorización de la moneda china necesaria para disminuir en una misma proporción el déficit comercial estadounidense presenta variación significativa en los estudios disponibles hasta el momento. Usando datos trimestrales de 1993 a 2006, Cheung, Y., Chinn, M. D., Fuji, E. (2009) sugieren que una apreciación de un 10% del *renminbi* reduce entre un 8 y un 20% las exportaciones chinas a los Estados Unidos, mientras que Thorbeck (2006), teniendo como base las informaciones trimestrales de 1988 a 2005, reporta que tal movimiento implicaría reducción de un 4 a un 14%. Usando un período más corto, del primer trimestre de 2001 al último de 2009 (que cubre aproximadamente la participación de China en la OMC), Chinn (2010) ejecuta cálculos aproximados de la elasticidad de los flujos comerciales en ambos sentidos. Sus resultados apuntan que, una vez mantenidas las paridades de los otros aliados comerciales, la misma valorización de un 10% disminuye las exportaciones chinas en un 10% e incrementa las ventas estadounidenses en un 16%. Adicionándose el efecto de la disminución del valor de las importaciones (el *pass-through* cambiario), el impacto en el balance bilateral sería inferior a US\$ 45 mil millones.

En lo que se refiere a los reflejos del actual estándar de comercio sobre la economía de los Estados Unidos, el cálculo “simplificado” (*back-of-the-envelope*) de Krugman (2009b) es que 1,4 millón de empleos serán perdidos en los próximos años debido al “mercantilismo” chino. Bergstern (2010), a su vez, defiende que, “en condiciones de desempleo elevado”, una valorización de un 20% del *renminbi*, al mejorar la balanza comercial entre US\$ 50 mil millones y US\$ 120 mil millones, crearía de 300 a 700 mil puestos de trabajo en los Estados Unidos, aproximadamente mitad de ellos ubicados en el sector manufacturero, con salarios por encima del promedio nacional.

Como contrapunto, Francois (2010) observa que la clasificación general de las importaciones de China se alteró significativamente en las últimas dos décadas, transitando de, principalmente, textiles y ropas a productos de informática y maquinaria eléctrica. El cambio es relevante porque evidencia una nueva función de las compras chinas como origen de insumos intermedios a la producción de bienes y servicios que son entonces exportados por los Estados Unidos a otros países, siendo que incluso aquellas destinadas al consumo direc-

to (como diversos tipos de electrónicos) frecuentemente presentan valor agregado estadounidense. Por lo tanto, alteraciones en el costo en dólares de las importaciones pueden tener consecuencias sobre la competitividad del sector exportador estadounidense. Teniendo en mente tales interdependencias, el autor simula valorizaciones de un 5 y un 10% del *renminbi* en un modelo CGE (*Computable General Equilibrium*), buscando su respuesta en el empleo estadounidense de mayor o menor cualificación. Los ejercicios retornan estimaciones de una reducción total de 231 mil y 423 mil puestos de trabajo en cada uno de los escenarios, con mayores contracciones recayendo sobre la parte relativamente menos cualificada (Tabla 1).

Tabla 1: Estimaciones de variación en el empleo de los Estados Unidos, escenarios de valorización del *renminbi*

	cambio % trabajo menos cualificado	cambio % trabajo más cualificado	variación absoluta del empleo en los EE.UU.
Valorización de 5%	-0,183	-0,170	-231.008
Valorización de 10%	-0,336	-0,312	-423.919

Fuente: adaptado de Francois, 2010.

Gagnon (2010) contesta tales resultados afirmando que la implementación del modelo fue esencialmente errónea, por no considerar las particularidades de la actual coyuntura, donde se espera que la economía siga trabajando por debajo de su potencial por varios años. Bajo condiciones, consideradas como más realistas, de salarios nominales fijos, la valorización de un 10% traería una ganancia de “al menos” 670 mil empleos. Similarmente, Cline (2010) recurre a las relaciones de la tabla de insumo-producto de la industria manufacturera de los Estados Unidos para calcular que una alteración de tal magnitud en el cambio añadiría 320 mil empleos debido a la mejora del saldo comercial y restaría solamente 32 mil empleos por el incremento del costo de los insumos importados.

Conclusión

El breve levantamiento de referencias realizado en esta materia especial, muestra que, pese a que exista un razonable consenso sobre las líneas maestras de un “rebalanceo” de la economía global, evaluaciones cuantitativas de los desvíos actuales aún son muy variables. Mientras que la mayoría de las estimaciones apunta que la moneda china está en alguna medida subvaluada, los estudios mencionados arriba calculan que, a lo largo de los últimos años, el cambio “correcto” contra el dólar pueda estar en un intervalo tan grande como entre un 30% y un 2,7% más valorizado, depende del estudio realizado. En términos de sus efectos, llama la atención el hecho de que transacciones con China

respondieron en 2009 por más de la mitad del considerable déficit estadounidense en bienes y servicios, pero mientras algunos de los trabajos afirman que cambios en el saldo a favor de los Estados Unidos traerían grandes ganancias netas en empleos, otros investigadores encuentran pérdidas sustanciales debido a una reducción de la competitividad internacional de las exportaciones estadounidenses. De hecho, tales resultados no son sorprendentes, en la medida en que se deba esperar dificultad cuando el análisis involucra una economía con mecanismos de intervención y planificación que desafían los presupuestos fundamentales de muchas de las teorías económicas.⁹

Así, ante los distintos argumentos presentados, parece claro que la política cambiaria china merece ser tratada principalmente por foros e instituciones de alcance global,¹⁰ pues sus consecuencias no son suficientemente individualizadas para sancionar acciones unilaterales de gran interés, que puedan fácilmente tener consecuencias opuestas a la intención original. En tal espíritu, estudios que consigan detallar de forma más desagregada las probables características de un escenario de *renminbi* “fuerte” para un número grande de países serían una importante ayuda a los esfuerzos internacionales de cooperación. Los eventos recientes dan indicación de que los Estados Unidos no están más dispuestos a ser el “consumidor de última instancia” del resto del mundo, por lo menos no en el mismo ritmo de expansión de la última década, y China podría ser la candidata más obvia para asumir, al menos en parte, tal papel. Sin embargo, no existe razón para imaginar que sus demandas serán idénticas, a fin de cuentas los productos demandados por ella no parecen seguir el mismo estándar de consumo de los Estados Unidos. La forma que será tomada por la división internacional del trabajo para atenderlas es la gran incógnita que necesita atención en los próximos años.

Referencias

BERGSTERN, C. F. *Correcting the Chinese Exchange Rate*. Disponible en: <<http://www.iie.com/publications/testimony/bergsten20100915.pdf>>, 2010.

CHEUNG, Y., CHINN, M. D., FUJI, E. China's Current Account and Exchange Rate. NBER Working Paper 14673. Disponible en: <<http://www.nber.org/papers/w14673.pdf>>, 2009.

⁹ Scissors (2010), por ejemplo, recuerda que, si el comportamiento del cambio chino es realmente un instrumento de política industrial, cualquier intento de alterarlo drásticamente sólo forzará las autoridades a recurrir a métodos más directos de subsidio a la industria doméstica.

¹⁰ Es un complemento necesario que tales organismos tengan a su disposición las herramientas para garantizar que las decisiones tomadas serán efectivamente aplicadas.

_____. Measuring misalignment: Latest estimates for the Chinese renminbi. In: EVENETT, 2010.

_____. Pitfalls in Measuring Exchange Rate Misalignment: The Yuan and Other Currencies, *Open Economies Review*, 20, 183-206.

CLINE, W. Estimating the effects of renminbi appreciation on US jobs: A comment on Francois' China Result. Disponible en: <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4933>>, 2010.

CLINE, W. R. y WILLIAMSON, J. Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, May 2010. Disponible en: <<http://www.iie.com/publications/pb/pb10-15.pdf>>, 2010.

EVENETT, S. (org.). The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law, 2010

FRANCOIS, J. Deconstructing the Sino-US codependence: revaluation, tariffs, exports and Jobs. In: Evenett (2010) 2010

GAGNON, J. E. Comment on 'Will Chinese revaluation create American Jobs?' by Evenett and Francois. Disponible en: <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4964>>.

KRUGMAN, P. World Out of Balance. Disponible en: <<http://www.nytimes.com/2009/11/16/opinion/16krugman.html>>, 2009a

_____. Chinese New Year. Disponible en: <<http://www.nytimes.com/2010/01/01/opinion/01krugman.html>>, 2009b.

_____. China, Japan, America. Disponible en: <<http://www.nytimes.com/2010/09/13/opinion/13krugman.html>>, 2010a.

_____. Capital Export, Elasticity Pessimism, and the Renminbi (Wonkish). Disponible en: <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/03/16/capital-export-elasticity-pessimism-and-the-renminbi-wonkish/>>, 2010b.

REISEN, H. Is China's currency overvalued? In: Evenett, 2010.

SCISSORS, D. The Case Against Chinese Revaluation. Disponible en: <<http://economix.blogs.nytimes.com/2010/10/05/the-case-against-chinese-revaluation/>>, 2010.

SONG, Z., STORESLETTEN, K., ZILIBOTTI, F. The 'real' causes of China's trade surplus. Disponible en: <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4985>>, 2010.

STUPNYTSKA, A., STOLPER, T. y MEECHAN, M. GSDEER On Track: Our Improved FX Fair Value Model, *Global Economics Weekly*, nº 09/38, Goldman Sachs Global Economics, October 28, 2009.

SUBRAMANIAN, A. New PPP-based estimates of renminbi undervaluation and policy implications. In: Evenett, 2010.

THORBECKE, W. The effect of a renminbi appreciation on US-China trade imbalances. Disponible en: <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5623>>, 2010.